

УДК 336.711.2

Мельниченко О.В.

## РОЛЬ РЕФІНАНСУВАННЯ В ЕМІСІЙНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

У статті досліджено результати превалювання різних каналів емісії грошей, яке виступає основним напрямком проведення грошово-кредитної політики центробанку. Визначено взаємозв'язок між зміною цільового орієнтуру грошово-кредитної політики НБУ та емісією грошей центробанком через різні канали при реалізації трансмісійного механізму грошово-кредитної політики. Виділено кілька переваг для економіки країни від превалювання кредитного каналу над іншими.

The results of the prevalence of different channels of money emission, which is the main focus of the monetary policy of the central bank were investigated. The relationship between the change targets the monetary policy of the NBU and central bank money creation through various channels in the transmission mechanism of monetary policy were considered. Several benefits to the economy from the credit channel prevailing over others were designated.

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** Рефінансування банків є складним фінансовим інструментом, за його допомогою вирішуються декілька складних макроекономічних проблем. Особливістю процесу їх розв'язання є обов'язкове виникнення певних протиріч. З однієї сторони, рефінансування надається банкам центральним банком з метою підтримки їх ліквідності, а з іншої – воно є одним із інструментів грошово-кредитної політики держави. Банки можуть відчувати потребу у додатковій ліквідності навіть у тих випадках, коли основним завданням грошово-кредитної політики є зменшення пропозиції грошей, або навпаки. Рефінансування банків у певний момент часу може бути найефективнішим інструментом з точки зору центрального банку, а банки зі своєї сторони, не маючи ефективних позичальників, можуть направити ці кошти на проведення валютних спекуляцій. Одним із способів вирішення цих проблем є можливість застосування рефінансування банків як основного каналу емісії грошей. Особливу актуальність це питання набуло внаслідок змін, внесених в Закон «Про Національний банк України» щодо зміни цільового орієнтуру грошово-кредитної політики в Україні.

Сьогодні недостатньо дослідженою та не вирішеною проблемою залишається питання впливу вказаних змін на стан рефінансування банків та трансмісійний механізм грошово-кредитної політики НБУ.

У статті вперше досліджено взаємозв'язок між зміною цільового орієнтуру грошово-кредитної політики НБУ та емісією грошей центробанком через різні канали при реалізації трансмісійного механізму грошово-кредитної політики.

**Аналіз досліджень і публікацій останніх років.** Аналіз останніх публікацій, присвячених трансмісійному механізму грошово-кредитної політики та цільовим орієнтирам, особливо в кризовий період, свідчить про значний інтерес до окресленої проблеми з боку науковців та практиків. Проте, більш активне використання НБУ кредитного каналу для операцій рефінансування, як одного із основних інструментів грошово-кредитної політики в Україні є надзвичайно дискусійним питанням і викликає суперечки між вченими та практиками.

Проблемі рефінансування банків центробанком присвячено роботи відомих вітчизняних науковців та практиків: С. Г. Арбузова, М. І. Савлука, Н. І. Гребеник, О. І. Барановського, М. Ф. Пуховкіної, М. П. Стельмаха.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Незважаючи на значний обсяг наукових досліджень та практичних розробок, досі не вирішено проблеми практичного і методичного характеру які застосовуються Національним банком України кредитного каналу трансмісійного механізму. До того ж, операції рефінансування банків з боку НБУ до сьогодні не вважаються визначальними для розвитку економіки країни.

**Постановка завдання.** Метою статті є визначення впливу зміни цільових орієнтирів грошово-кредитної політики НБУ, які виникають унаслідок прийняття змін до Закону України «Про Національний банк України» на розвиток банківської системи та економіки країни в цілому. Для досягнення цієї мети поставлено такі завдання: визначення основного каналу емісій грошей Національним банком України; виявлення можливостей заміни валютного каналу трансмісійного механізму на кредитний для забезпечення економічного зростання в країні.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Функціонування сучасної економіки в значній мірі залежить від кількості грошей в обігу. Кількісна теорія грошей, яка описується рівнянням демонструє, що величина грошової маси помножена на швидкість її обігу в економіці тотожна обсягу виробництва, вираженому в поточних цінах:

$$MV = PQ \quad (1)$$

Із формули (1) є очевидною залежність між кількістю грошей та швидкістю їх обігу і виробництвом та рівнем цін. Проте, виробництво безпосередньо не залежить виключно від кількості грошей та визначається багатьма факторами, такими, як капітальне обладнання, технології, робоча сила, її рівень кваліфікації та продуктивність, рівень безробіття тощо. Проте, рівень інфляції здійснює значний вплив на обсяги виробництва. Саме тому, утримання інфляції на низькому та стабільному рівні є основною метою центральних банків.

Однак, вони не можуть безпосередньо впливати на інфляцію, використовуючи процентні ставки та резервні вимоги, також існують і інші фактори впливу. Іноді кількісну теорію порівнюють з «чорною скринькою», в котру з однієї сторони надходять гроші, а з іншої – виходять ціни. Тому, одним із важливих завдань центрального банку є розроблення, дослідження та використання механізму змін в грошово-кредитній політиці, котрі здійснюють вплив на виробництво та рівень цін. Процес передачі змін через різні інструменти, що є у розпорядженні центрального банку, на фінансовий сектор економіки поділяється на канали, та носить назву трансмісійний механізм. В усіх моделях монетарної трансмісії більшості країн Європи, у тому числі Європейського Центрального банку, присутні канал валютного курсу, кредитний канал та канал заміщення (відображає залежність заощадження та споживання населення від процентної ставки). Група вчених Центру наукових досліджень НБУ провела теоретичні дослідження, проаналізувавши економічні передумови та узагальнивши існуючі підходи до дослідження механізму монетарної трансмісії в Україні, виділивши в структурі монетарного передавального механізму чотири канали: процентної ставки, валютного курсу (у складі цін активів), кредитний канал та канал очікувань економічних суб'єктів [1, с.60–75].

Використання трансмісійного механізму досить складне, тому для полегшення формування рішень у сфері грошово-кредитної політики, центробанки застосовують цільові орієнтири. У сучасній практиці більшості ЦБ використовують в основному дві стратегії для досягнення цієї мети. Перша стратегія полягає в застосуванні опосередкованої політики, котра базується на зростанні конкретного грошового агрегату на регулюванні валютного курсу. У цьому випадку центральний банк здійснює управління кількістю грошей (чи обсягів кредитів), або валютним курсом для досягнення певного рівня інфляції. Друга стратегія передбачає встановлення цільового орієнтиру у сфері інфляції. Як правило, цільовий орієнтир встановлюється для майбутньої інфляції, щоб мати часовий лаг для проведення певних змін у сфері грошово-кредитної політики. У цьому випадку політика центрального банку буде зазнавати змін на основі багатьох макроекономічних показників, котрі впливають на попит та пропозицію в економіці. Такими показниками можуть бути ціни на активи,

інфляційні очікування, реальний обсяг виробництва, зростання обсягів кредитування, витрати на заробітну плату.

Економіст Банку Англії Г. Хоггарт [2] вважає, що саме через складності, які виникають під час прогнозування швидкості обігу грошей ряд країн відмовляється від проміжних орієнтирів у сфері грошово-кредитної політики на користь проміжних орієнтирів по валютному курсу (особливо у випадку країн, що розвиваються) або на користь кінцевих цільових орієнтирів для майбутньої інфляції (у деяких розвинутих країнах). До першої групи країн можна віднести Україну, Росію та більшість країн колишнього соціалістичного табору. До другої групи країн відносяться Австралія, Канада, Фінляндія, Ізраїль, Ісландія, Швеція, Сполучене Королівство тощо.

Цільові орієнтири є очевидними для широких мас населення та передбачають визначення валютного курсу на основі країни-«якоря» з низькою інфляцією, наприклад, США або Німеччини. Г. Хоггарт зауважує, що через деякий час це приводить до конвергенції ринкових цін та інфляції з зарубіжною країною. Цільові орієнтири в області валютного курсу означають, що внутрішня політика будується у відповідності з грошово-кредитною політикою країни-«якоря».

Політика, що базується на орієнтирах по валютному курсу, не допускає короткострокових коливань процентних ставок та реального обсягу виробництва, пов'язаного з неочікуваними змінами попиту на гроші. При фіксованому валютному курсі зміни попиту на гроші балансуються зовнішнім (із зарубіжних країн) впливом на грошову масу (через приток капіталу). Разом з тим, вони мають недоліки порівняно з монетарними цільовими орієнтирами через помітні негативні зміни в секторі матеріального виробництва, такі як: погіршення умов торгівлі, зниження виробництва або втрата експортних ринків. Фіксація валютного курсу передбачає фіксацію відносної ціни і не допускає, щоб негативні реальні шоки були скориговані за рахунок девальвації. Це значить, що внутрішня економіка має зазнати значних структурних реформ. Адже, якщо заробітна плата і внутрішні ціни не будуть гнучкими, обсяг реального виробництва буде скорочуватися. Для компенсації такого негативного скорочення, при використанні монетарних цільових орієнтирів, процентні ставки можуть бути частково знижені з метою сприяння росту грошової маси та обсягів кредитування до рівня відповідного цільового орієнтиру.

Цільові орієнтири в області інфляції передбачають підготовку відповідного прогнозу щодо її конкретного значення. Якщо очікується, що інфляція відхилиться від цільового орієнтиру, це буде означати необхідність змін, а саме: проведення більш жорсткої політики при підвищенні цільового орієнтиру та ослаблення політики у випадку зниження інфляції нижче цільового рівня. Як правило, цільові орієнтири встановлюються у формі діапазонів, а не фіксованих значень певних показників. Така гнучкість сприяє пом'якшенню порушень економічної рівноваги у сфері обсягів виробництва, що також впливає на ціни (наприклад, у сфері торгівлі).

У різних країнах перевага віддається тому чи іншому каналу трансмісійного механізму та приймається рішення щодо вибору цільового орієнтиру залежно від головної мети грошово-кредитної політики. У переважній більшості розвинутих країн основною метою діяльності центрального банку є забезпечення цінової стабільності, тобто здійснення контролю інфляції задля довгострокового зростання економіки при низьких рівнях безробіття. До 2010 року основна мета грошово-кредитної політики в Україні принципово відрізнялася від задекларованої в більшості інших країн. Офіційно визначеною в законодавстві ціллю грошово-кредитної політики була стабільність національної грошової одиниці, складовими якої є внутрішня (цінова) та зовнішня (курсова) стабільність. Так, відповідно до ст. 1 Закону України «Про Національний банк України», було вказано, що цінова стабільність є утриманням системи цін на певному рівні шляхом підтримки стабільного курсу грошової одиниці України [3]. Проте у 2010 році внаслідок змін внесених до вказаного закону, ця стаття змінилася в такій редакції, що «грошово-кредитна політика – комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на забезпечення стабільності грошової одиниці України через

використання визначених засобів та методів». Під ціновою стабільністю НБУ мається на увазі збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін.

Основними економічними засобами та методами грошово-кредитної політики, визначеними ст.25 цього закону, є регулювання обсягу грошової маси через:

- 1) визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для банків;
- 2) процентну політику;
- 3) рефінансування комерційних банків;
- 4) управління золотовалютними резервами;
- 5) операції з цінними паперами (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права), у тому числі з казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку;
- 6) регулювання імпорту та експорту капіталу;
- 7) запровадження на строк до шести місяців вимоги щодо обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті;
- 8) зміну строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів;
- 9) емісію власних боргових зобов'язань та операції з ними.

Тобто, виникають підстави вважати, що НБУ змінив цільові орієнтири грошово-кредитної політики. Це підтверджують і экс-керівник НБУ разом з директором Генерального департаменту грошово-кредитної політики. Вони стверджують, що «Змінами до Закону «Про НБУ» чітко визначено досягнення та підтримку цінової стабільності в державі пріоритетом грошово-кредитної політики. Відповідно мети, щодо досягнення інфляційного орієнтира мають підпорядковуватися усі інші цілі та завдання грошово-кредитної політики» [4, с.7].

Отже, можна констатувати, що грошово-кредитна політика України має зазнати значних змін в найближчі роки. Тому, надзвичайно актуальним питанням є дослідження використання її інструментів під час цього перехідного етапу.

Фактично в Україні протягом тривалого періоду до середини 2010 року діяв режим прив'язки обмінного курсу гривні до долара США. Використання такого режиму обмінного курсу вимагало постійного втручання у процес торгів на міжбанківському валютному ринку Національного банку України, який для нівелювання значних коливань курсу гривні до іноземних валют здійснює валютні інтервенції – купівлю чи продаж іноземної валюти. Водночас, при цьому регулювалася пропозиція грошей шляхом емісії та стерилізації.

Результатом аналізу моделей різних каналів трансмісійного механізму в Україні, проведеного Центром наукових досліджень НБУ у 2008 році стали висновки, про необхідність змін у грошово-кредитній політиці для посилення ефективності управління макро-економічними процесами в Україні за допомогою монетарних інструментів [1, с.54].

Доктор економічних наук, професор М. І. Савлук, вважає, що одним із засобів впливу монетарної влади на економічний розвиток може стати нарощування обсягів та вдосконалення способів використання емісійного ресурсу, розуміючи під ним ті грошові кошти, котрі створює банківська система в процесі збільшення пропозиції грошей [5, с.22]. Йдеться про кредитний канал емісії грошей, який передбачає рефінансування банків з боку НБУ за рахунок емісії. Ці гроші виступають у ролі імпульсу для подальшої мультиплікації грошей банками.

Проте, офіційна точка зору вітчизняної грошово-кредитної влади у 2010 році була висловлена экс-директором департаменту монетарної політики НБУ Н. Гребеник та полягала у тому, що Національний банк не є ресурсопостачальником банків, а лише здійснює регулювання грошової маси в обігу шляхом підтримання ліквідності банків на короткий період (до 90 днів) натомість вилучення з обігу наявних фінансових інструментів. Процентна політика Національного банку України щодо кредитів рефінансування, на її думку, повинна сприяти ефективному управлінню грошово-кредитним ринком у цілому та бути спрямованою, з одного боку, на розуміння банками недоцільності одержання від Національного банку України «дорогих кредитів», а з другого – сприяти розвитку

міжбанківського кредитного ринку, на якому банки можуть отримувати кошти [6, с.3–11]. Н. Гребеник не погоджується з окремими науковцями, які пропонують, з метою посилення монетизації економіки, збільшувати обсяг рефінансування банків. Банки повинні залучати наявні в обігу кошти, особливо готівкові, з тим, щоб мати відповідні ресурси для своїх активних операцій, а системою рефінансування користуватися лише в окремих випадках – за умови невідповідності надходження коштів та їх розміщення.

Із однієї сторони, ніби то мова йде про однаковий підхід до рефінансування, а з іншої сторони – помітна істотна різниця між цими висловлюваннями. Не підтримуючи у повній мірі позицію Н. Гребеник, зауважимо, що є очевидною нестача ресурсів у банків, які вони поповнюють за рахунок запозичень на міжнародних ринках. Наслідком таких запозичень є занадто високі ставки для ефективного конкурентного розвитку економіки та зростання боргів банківської системи.

Аналіз світового досвіду застосування різних каналів трансмісійного механізму та цільових орієнтирів грошово-кредитної політики, на думку автора, доводить необхідність більш широкого використання Національним банком України кредитного каналу емісії грошей та більш ефективного і випробуваного світовою практикою режиму, що базується на цінній стабільності. Кроки, у цьому напрямку приведуть до незалежної грошово-кредитної політики нашої держави та можуть сприяти більш інтенсивному зростанню ВВП та зниженню процентних ставок.

На погляд автора, доречно виділити кілька переваг від превалювання кредитного каналу над іншими. По-перше, виходячи з постулату кредитної природи сучасних грошей, пріоритетним напрямом використання емісійного ресурсу центрального банку має бути кредитно-інвестиційне фінансування реального сектора економіки.

По-друге, рефінансування центральним банком комерційних дозволяє останнім запускати власний емісійний ресурс через процес грошово-кредитної мультиплікації.

По-третє, управління банками власним емісійним ресурсом дасть можливість вітчизняним виробникам підвищити конкурентоспроможність через зниження процентних ставок і інфляції та наповнити економіку країни дешевими кредитними коштами.

З діючим до 2010 року валютним режимом, валютні інтервенції Національного банку України тривалий період були головним інструментом грошово-кредитної політики, а операції на валютному ринку – основним каналом емісії національної валюти в Україні через який Національним банком України в 2002–2012 рр. випускалися в обіг платіжні засоби (табл. 1).

Таблиця 1

Динаміка та структура випущених в обіг платіжних засобів Національного банку України у 2000–2012 рр. [7]

Рік	Безготівкова емісія НБУ, усього	Валютний канал		Кредитний канал		Фондовий канал	
	млрд. грн	млрд. грн	%	млрд. грн	%	млрд. грн	%
2000	10,4	8,6	83	0,1	0,8	1,7	16,2
2001	17,6	11,7	66,5	2,5	14,1	3,4	19,4
2002	13,0	9,5	73,2	1,2	9,4	2,3	17,4
2003	41,5	15,2	36,7	26,3	63,3	–	–
2004	54,8	34,3	62,5	20,5	37,5	–	–
2005	65,4	53,4	81,7	12,0	18,3	–	–
2006	22,3	13,4	62,6	8,33	37,4	–	–
2007	43,9	41,4	94,3	2,5	5,7	–	–
2008	218,2	40,1	18,38	169,5	77,68	8,6	3,9

Продовження табл. 1

1	2	3	4	5	6	7	8
2009	141,2	29,4	20,82	64,4	45,61	47,4	33,6
2010	128,6	91,1	70,84	5,2	4,044	32,3	25,1
2011	126,8	72,4	57,1	28,7	22,63	25,7	20,3
2012	188,7	52,5	27,8	97,6	51,72	38,6	20,5

До 2007 року, за виключенням 2003 року, у структурі емісійних операцій переважали операції, які були здійснені через валютний канал (іноді воно сягало майже 95% від загального обсягу здійсненої безготівкової емісії). Ситуація змінилася під час фінансової кризи. У 2008 році через кредитний канал було здійснено майже 78% емісії платіжних засобів, тоді як через валютний – лише 18%. Крім того, після певної перерви активізувався фондовий канал емісії. У 2009 році він складав 33,6%, у наступні три роки – близько 20%. Доволі значні зміни відбувалися у структурі валютного та кредитного каналів. Так, у 2010 році було зроблено спробу повернутися до традиційно валютної емісії грошей (71%), проте у 2011 році її частка зменшилася до 57%, а у 2012 – до 28%. Емісія грошей через кредитний канал останнім часом значно збільшилася та у 2012 році вже становила 52% від загального обсягу.

Отже, зважаючи на задекларовані зміни щодо основної мети грошово-кредитної політики в Україні, можна констатувати підсилення ролі інших каналів емісії грошей, крім валютного, а саме – кредитного та фондового. Причому, слід зазначити відсутність будь-якої системи в цьому процесі. Можна вважати, що така нестабільність щодо розподілу емісії грошей через різні канали викликана, швидше за все, відгуками монетарної влади на різноманітні зовнішні шоки та свідчить, скоріше за все, про втрату керованості грошово-кредитною сферою в Україні. На користь такого твердження свідчать посилення офіційних осіб України на первопричину фінансово-економічної кризи, як на зовнішнє джерело, а не внутрішні дисбаланси та протиріччя. Перехідний період від одного цільового орієнтуру до іншого відбувається дещо хаотично, та явно направлений не в сторону рефінансування банків, а швидше в сторону Уряду країни. Хоча слід зазначити, що центробанки багатьох країн світу, особливо, розвинутих, проводять сьогодні аналогічну політику, надаючи емісійні кошти урядам для виконання їх функцій та стимулювання споживання через бюджетні субвенції. Можна вважати позитивними кроки Національного банку щодо змін валютно-курсової орієнтації на інфляційну. Це дасть більше можливостей центральному банку у проведенні незалежної від країни-«якоря» політики. Проте, шляхи переходу від одного цільового режиму до іншого дещо неоднозначні.

Для більш детального аналізу таких суджень, автором досліджено емісійні та стерилізаційні операції в розрізі трьох основних каналів за період, який виділяється зі загальної картини, а саме за 2007–2012 роки (табл. 2).

Таблиця 2

Основні канали емісії НБУ за 2002- 2012 рр.(на кінець періоду, млрд. грн.) [7]

Канал	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Всього безготівкових коштів емітованих НБУ	142,8	181,4	186,9	222,4	228,8	260,4
Загальна емісія	43,9	218,2	141,2	128,6	126,8	188,7
Стерилізовано	-4,1	-179,6	-135,5	-93,2	-120,4	-157,1
Чиста емісія	40,0	38,8	5,6	35,5	6,4	31,6
Валютний	39,5	-29	-63,8	35,1	-14,2	-7,5
Емітовано	41,4	40,1	29,4	91,1	72,4	52,5
Стерилізовано	-1,9	-69,1	-93,2	-55,9	-86,6	-60,0
Фондовий	–	8,5	44,9	13,6	21,4	35,1
Емітовано	–	8,6	47,4	32,3	25,7	38,6

Продовження табл. 2

1	2	3	4	5	6	7
Стерилізовано	–	-0,1	-2,5	-18,7	-4,3	-3,5
Кредитний	0,4	59,1	24,6	-13,3	-0,8	4,0
Емітовано	2,5	169,5	64,4	5,2	28,7	97,6
Стерилізовано	2,1	-110,4	-39,8	-18,5	-29,5	-93,6

Найбільша сума коштів – 218,2 млрд. грн., була емітована Національним банком України в 2008 році під час гострої фази фінансової кризи НБУ. Тоді також було вилучено з обігу емісійних коштів обсягом 179,6 млрд. грн. Для цього був задіяний кредитний канал, через який відбулася емісія в сумі 169,5 млрд. грн. та вилучено 110,4 млрд. грн. Валютний канал почав відігравати скоріше роль стерилізатора коштів, ніж емісії. Так у 2008 році через нього було вилучено 29 млрд. грн. В наступні 2009, 2011 та 2012 роки ситуація повторювалася, і через валютний канал було стерилізовано, відповідно, 63,8 млрд. грн., 14,2 млрд. грн. та 7,5 млрд. грн. Не можна вважати, що кредитний канал став джерелом емісії, і хоча у 2008, 2009 та 2012 роках через нього було емітовано доволі значні суми грошей, 169,5 млрд. грн., 64,4 млрд. грн. та 97,6 млрд. грн., проте стерилізаційні операції також проводилися у значних обсягах 110,4 млрд. грн., 39,8 млрд. грн. та 93,6 млрд. грн., відповідно.

Період, що аналізується, відзначався явним превалюванням фондового каналу над іншими. Саме через цей канал було проведено чистої емісії всього на суму 1 трлн. 235 млрд. грн., причому, фондовий канал у сучасній економіці не відіграє активну роль у розвитку економіки. Він використовується швидше для підтримки виконання бюджетних зобов'язань. Тому, з одного боку, його активізацію не можна вважати успішними рішеннями грошово-кредитної політики, що ефективно діє на економіку. Але з іншої сторони, після гострої фази фінансової кризи 2008–2009 рр. і до сьогодні, практично всі центральні банки, особливо, в економічно розвинутих країнах, використовують саме цей канал для підтримки загального споживання, а отже і для розвитку економіки.

Проаналізуємо вплив різних каналів емісії грошей на формування грошового агрегату М3, як найбільш вживаного показника грошової маси. У табл. 3 продемонстровано частки емісії грошей, проведеної НБУ в цілому та через різні емісійні канали у прирості грошового агрегату М3.

Таблиця 3

Співвідношення між різними каналами емісії грошей за 2007–2012 рр.[7]

Показники	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Грошовий агрегат М3, млрд. грн.	396,2	515,7	487,3	597,9	685,5	773,2
Приріст М3, млрд. грн.	135,1	119,5	-28,4	110,6	7,6	87,7
Чиста емісія НБУ, млрд. грн.	40,0	38,8	5,6	35,5	6,4	31,6
Емісія, здійснена банками (крім НБУ), млрд.грн.	95,0	80,7	-22,8	75,1	81,2	51,1
Частка емісії НБУ в прирості М3,%	29,6	32,5	-19,7	32,1	7,3	36,0
Емісія через валютний канал, млрд. грн.	39,5	-29,0	-63,8	35,1	-14,2	-7,5
-частка в прирості М3,%	29,2	-24,3	224,6	31,7	-16,2	-8,6
Емісія через фондовий канал, млрд. грн.	–	-8,5	44,9	13,6	21,4	35,1
-частка в прирості М3,%	–	0,1	9,2	2,3	3,1	4,5
Емісія через кредитний канал, млрд. грн.	0,4	59,1	24,6	-13,3	-0,8	4,0
-частка в прирості М3,%	0,1	11,5	5,0	-2,2	-0,1	0,5

Роль НБУ у загальній емісії грошей в економіці значно різнилася по роках. Так, у 2007 та 2008 роках частка емісії НБУ у прирості М3 складала 29,6%, та 32,5 % відповідно, а у 2009 році – роль центробанку була незначною і не покрила падіння мультиплікативного ефекту діяльності банків. Наступний 2010 рік продемонстрував стрімке зростання – до 32,1%, а у 2011 році знову суттєве зниження – майже в 4 рази відносно до попереднього року – 7,3%. У 2012 році НБУ знову активно емітував гроші, його частка склала 36% у прирості М3. Очевидно, що банки відіграють значну роль в емісії грошей через процес грошово-кредитної

мультиплікації, проте очевидно, що центральний банк у кризовий 2009 рік допустив зниження грошової маси в країні, що негативно вплинуло на економіку. Обсяги емісії з боку банків майже вдвічі перевищують аналогічний показник НБУ. Така нерівномірна динаміка участі НБУ в емісії грошей для економіки негативно позначилася на основних економічних макропоказниках – темпах росту ВВП, інфляції, банківській діяльності та реальному секторі виробництва.

**Висновки і перспективи подальших розробок.** Отже, підводячи підсумки проведеного дослідження, слід визнати, що грошово-кредитна політика в Україні фактично зазнала змін внаслідок гострої фази кризи 2008–2009 років. У 2010 році Національний банк України офіційно визнав та оголосив зміни цільових орієнтирів і каналів трансмісійного механізму, які виразилися в змінах в Законі про центральний банк країни. Проте, рефінансування банків, як і раніше не стало пріоритетним напрямом діяльності НБУ. Незважаючи на дослідження та рекомендації провідних вчених України, Національний банк і надалі продовжує здійснювати переважну частину емісії грошей не через рефінансування банків, а шляхом використання валютного каналу, чим ставить себе у залежність від країни-«якоря». На думку автора, слід проводити більш незалежну грошово-кредитну політику, націлену на інвестиційно-інноваційний розвиток вітчизняної економіки.

Зміни внесені до Закону «Про НБУ» та проведені автором дослідження доводять, що його валютно-курсова спрямованість загалом не змінилася. Національний банк забезпечує управління золотовалютними резервами держави, здійснюючи валютні інтервенції шляхом купівлі-продажу валютних цінностей на валютних ринках, з метою впливу на курс національної валюти щодо іноземних валют та на загальний попит і пропозицію грошей в Україні.

Тобто, вплив на валютний курс та на пропозицію грошей підтверджується дослідженнями автора статті, і очевидно, що цільовим орієнтиром реалізації грошово-кредитної політики і надалі, в значній мірі, буде залишатися підтримка валютного курсу. У результаті досліджень автором не вдалося виявити, якому саме емісійному каналу НБУ реально віддає перевагу останнім часом – з року в рік превалює той чи інший канал. Фондовий канал не може тривалий час залишатися основним, оскільки він сприяє зростанню державного боргу, і це слугує обмеженням для його тривалого використання. Кредитний канал, на думку автора, має бути більш активним, при більш гнучкій процентній політиці. І тільки в цьому випадку можливий ефективний вплив грошово-кредитної політики на економіку України.

#### **Список використаної літератури**

1. Міщенко В. І. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: [наук.-аналіт. мат.] / В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко та ін. – К.: Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. – 144 с.
2. Г. Хогарт. Введение в денежно-кредитную политику [Электронный ресурс] / Г. Хогарт // Справочник о деятельности центральных банков. – М.: Центр подготовки персонала Банка России, 1997 г. – 391 с. – Режим доступа: [http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb01\\_ru.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb01_ru.pdf).
3. Про Національний банк України [Електронний ресурс]: закон України від: 20.05.1999 № 679–XIV. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/679-14>.
4. Арбузов С. Стан і перспективи розвитку грошово-кредитного ринку України / С. Арбузов, С. О. Щербакова // Вісник НБУ. – 2012. – № 6. – С. 3–8.
5. Савлук М. І. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: у 3 т. Т. 2. Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України / М. І. Савлук, О. В. Дзюблюк, О. І. Береславська, Н. І. Гребеник, А. А. Гриценко, Т. Є. Унковська. – К.: Фенікс, 2008. – 440 с.
6. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні / Н. Гребеник. // Вісник НБУ. – 2010. – № 10. – С. 3–18.
7. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс] // Річний звіт НБУ. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/doccatalog/list?currDir=36453>.

Прийнято до друку 31.10.2013